

Рекомендации в еврооблигациях ЛенСпецСМУ-15

Еврооблигации эмитента – ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» (далее эмитент, компания, ЛенСпецСМУ) последние дни демонстрируют хорошую динамику роста. На фоне стабильной ситуации на российском рынке еврооблигаций, спрос на евробонды отечественных эмитентов остается достаточно высоким, не исключение и облигации ЛенСпецСМУ-15.

Финансовый результат

Выручка холдинга за 2010 г. снизилась на 2,5% по сравнению с предыдущим годом и составила 17,708 млрд. руб. Снижение финансового результата связано с применяемой практикой продаж объектов по предварительным договорам, среди которых значительная часть была заключена еще в кризисный период 2009 года. В соответствии с учетной политикой, выручка ЛенСпецСМУ отражается после полного завершения расчетов с покупателем (т.е. поступления оплаты, сдачи объекта в эксплуатацию и передачи недвижимости покупателю). EBITDA – снизилась до 5,99 млрд. руб. против 6,45 млрд. руб. в 2009 г. (-7%). Чистая прибыль – выросла на 5,6% и составила 3,78 млрд. руб. Рентабельность EBITDA в 2010 г. снизилась на 1,6 п.п. и составила 34%, то есть осталась практически на уровне 2009 года. Валюта баланса ЛенСпецСМУ за 2010 г. практически не изменилась и составила 34.3 млрд. руб. Собственный капитал по итогам 2010 г. вырос на 50% с 7,5 млрд. рублей до 11,26 млрд. рублей. Рост показателя обусловлен капитализацией чистой прибыли за 2010 г.

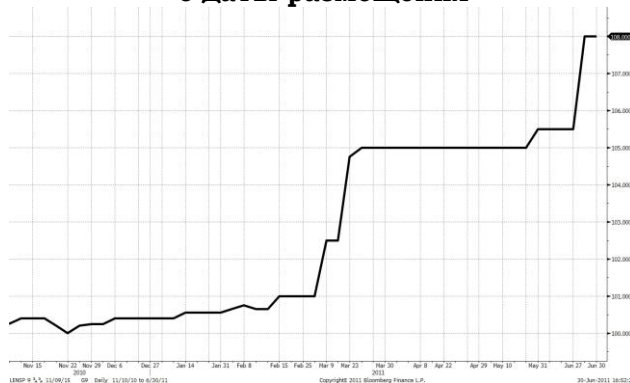
Финансовый долг за 2010 г. вырос на 50,8% – с 6,1 млрд. рублей на начало года до 9,1 млрд. рублей на конец года. В условиях высокого уровня недоверия инвесторов к строительной отрасли, ЛенСпецСМУ успешно разместило рублевый выпуск облигаций объемом 2 млрд. рублей и выпуск еврооблигаций на сумму \$150 млн.

Учитывая поступательное развитие компании, стабильные финансовые показатели на протяжении многих лет, а также перспективы развития отрасли, мы не исключаем, что при сохранении прежних темпов роста и консервативной долговой политики,

Параметр выпуска:

Серия	ЛенСпецСМУ-15
Объем размещения	\$ 150 млн.
Срок обращения	5 лет
ISIN	XS0557837993
Дата погашения	09.11.2015
Кредитный рейтинг S&P	«B»
Периодичность выплаты купона	4 раза в год
Ставка купона, %	9,75
Справедливая доходность (оценка UFS), %	6,4-6,5

График изменения цены ЛенСпецСМУ-15 с даты размещения



Источник: данные Bloomberg



ЛенСпецСМУ сможет через полгода-год рассчитывать на повышение рейтинга на одну ступень.

IPO

14 апреля ETALON GROUP успешно провело на LSE IPO. Было размещено 82'142'857 GDR, одна глобальная депозитарная расписка равна одной акции, что составляет 38,6% от общего количества акций компании до размещения. Выручка от размещения составила \$575 млн. Мы оцениваем результат размещения как хороший, соответствующий текущей ситуации на фондовом рынке, учитывая тот факт, что ряд IPO российских компаний на LSE был отменен из-за недостатка спроса. Порядка 70% привлеченных в ходе IPO средств компания планирует направить на приобретение новых земельных участков, а оставшиеся - использовать для общих корпоративных целей, а также на расходы, связанные со строительством новых и существующих объектов. После IPO акционерный капитал компании составит 294'957'971 акцию.

Мы полагаем, что результаты IPO в целом позитивны для компании. IPO позволит улучшить финансовую устойчивость эмитента, сократить долю долга в пассивах, а также расширить масштабы бизнеса, что в будущем сулит увеличение денежных потоков от операционной деятельности. Кроме того, выход на IPO сделает крупнейшего российского застройщика более прозрачным, открытым и понятным для иностранных инвесторов, что даст возможность быстрее и дешевле занимать в России и за рубежом.

Позиционирование займа

Компания ЛенСпецСМУ была единственным российским эмитентом из строительной отрасли, кто вышел на рынок еврооблигаций после кризиса. Поэтому для сравнения оценки доходности мы ориентируемся на компании со схожим кредитным рейтингом эмитента – “B”. Мы отобрали две компании: АльянсОйл и Кокс. Первая представляет нефтяную отрасль, вторая – металлургию. Кредитные рейтинги от агентства S&P: “B+” и “B-” соответственно. Как видно из графика, доходности корпоративных еврооблигаций (см. ниже) на сегодняшний день следующие: доходность АльянсОйл-15 составляет 6,75% при дюреции 3,11



года, доходность Кокса-16 7,49% при дюрации 4,21 года. При этом, их спрэд к долларovým свопам составляет 532 б.п. и 561 б.п. соответственно. Еврооблигации ЛенСпецСМУ-15 на сегодняшний день торгуются возле отметки 108,0% от номинала, предлагая доходность - 6,55%. На наш взгляд, учитывая кредитный рейтинг и стабильное финансовое состояние компании, по сравнению с другими анализируемыми эмитентами, спрэд к долларovým свопам должен быть в районе 540-550 б.п., что соответствует доходности 6,42-6,52% - это практически вровень с текущей ситуацией на рынке. Наша рекомендация по еврооблигациям ЛенСпецСМУ-15 – **Держать**.

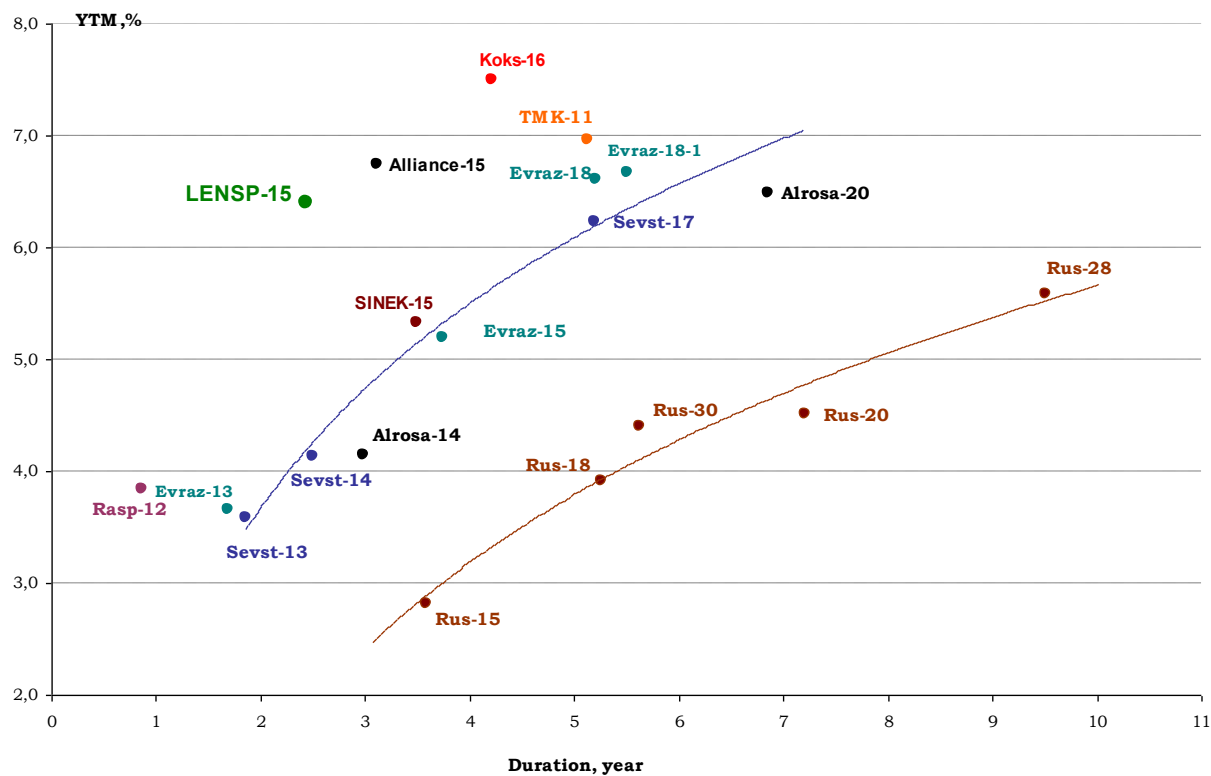
**Сравнительный финансовый анализ компаний эмитентов евробондов по результатам отчетности по МСФО за 2009-2010 годы
(млн. руб.)**

Показатели	ОАО "Кокс"			ГК "ЛенСпецСМУ"			ОАО НК "Альянс"		
	2009	2010	Изм. 2010/2009	2009	2010	Изм. 2010/2009	2009	2010	Изм. 2010/2009
Выручка	26 993,0	44 259,0	64,0%	18 169,8	17 708,5	-2,5%	52 207,5	61 722,0	18,2%
EBITDA	4 152,0	9 159,0	120,6%	6 448,9	5 998,4	-7,0%	11 730,1	9 626,5	-17,9%
Процентные расходы	2 615,0	2 381,0	-8,9%	1 344,1	494,5	-63,2%	863,1	960,0	11,2%
Активы	55 178,0	52 022,0	-5,7%	34 226,8	34 294,9	0,2%	44 776,3	61 366,3	37,1%
Финансовый долг	19 719,0	21 245,0	7,7%	6 078,8	9 164,0	50,8%	16 727,5	23 679,4	41,6%
Краткосрочный долг	9 570,0	5 275,0	-44,9%	3 405,4	1 401,9	-58,8%	7 719,9	1 445,1	-81,3%
Долгосрочный долг	10 149,0	15 970,0	57,4%	2 673,5	7 762,1	190,3%	9 007,6	22 234,3	146,8%
Денежные средства	567,0	2 705,0	377,1%	2 157,8	2 751,3	27,5%	6 291,5	2 011,4	-68,0%
Чистый долг	19 152,0	18 540,0	-3,2%	3 921,1	6 412,7	63,5%	10 436,0	21 668,0	107,6%
Коэффициенты									
Долг/активы	0,36	0,41	5 б.п.	0,18	0,27	- 9 б.п.	0,37	0,39	+2 б.п.
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,49	0,25	-24 б.п.	0,56	0,15	+41 б.п.	0,46	0,06	-40 б.п.
Финансовый долг/EBITDA	4,75	2,32	-243 б.п.	0,94	1,53	-41 б.п.	1,43	2,46	+103 б.п.
Чистый долг/EBITDA	4,61	2,02	-259 б.п.	0,61	1,07	- 54 б.п.	0,89	2,25	+136 б.п.
EBITDA/проценты	1,59	3,85	226 б.п.	4,80	12,13	7,33	13,59	10,03	-329 б.п.
Рентабельность по EBITDA	15,4%	20,7%	5,3 п.п.	35,5%	33,9%	-1,6 п.п.	22,5%	15,6%	-6,9 п.п.

Источник: данные компаний



Карта доходности российских корпоративных еврооблигаций на 30.06.2011



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 00

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович

Тел. +7 (495) 781 02 02

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

